

Ngành thép xây dựng

Báo cáo cập nhật Q3/2018

09 tháng 10, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **53.677**

Giá thị trường (09/10/2018) 41.000

Lợi nhuận kỳ vọng 30%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	24.850-47.640
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	87.080
SL cổ phiếu lưu hành	2.123.907.166
KLGD bình quân 10 ngày	6.804.014
% sở hữu nước ngoài	39,38%
Beta	1,14

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 202

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Giá thành sản xuất thép đang thấp hơn 10% so với bình quân ngành thép Trung Quốc

Lợi nhuận năm 2018 của HPG dự báo đạt 9.113 tỷ VNĐ, tăng 14% so với 2017. Chúng tôi ước tính lợi nhuận Q3/2018 của HPG có thể đạt 2.250 tỷ VNĐ, tăng 5% so với cùng kỳ 2017. Tuy nhiên chúng tôi hạ 4% dự báo lợi nhuận năm 2018 của HPG, từ mức 9.490 tỷ VNĐ trong báo cáo cập nhật Q2/2018 xuống 9.113 tỷ VNĐ, chủ yếu do tiến độ bán hàng của Mandarin Garden 2 chậm hơn dự kiến và việc lùi hoạt động dây chuyền tôn mạ so với kế hoạch ban đầu.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2019 có thể tăng trưởng 43% so với 2018. Với tiến độ vận hành của từng lò như kế hoạch, sản lượng đóng góp từ Dung Quất có thể đạt 1 triệu tấn năm 2019 thép xây dựng và 400.000 tấn thép HRC. Tổng sản lượng thép xây dựng có thể đạt 3,3 triệu tấn, tăng 43% so với 2018.

Điều chúng tôi lo ngại là triển vọng mảng tôn mạ và ống thép hiện tại không khả quan như dự kiến. Giá tôn Trung Quốc bán tại Việt Nam mặc dù đã bị áp thuế nhưng vẫn thấp hơn khoảng 7% so với giá tôn nội địa. Trong khi nguồn cung đang dư thừa do các doanh nghiệp đầu ngành tăng mạnh công suất giai đoạn 2017-2018, kết hợp cùng việc bị chống bán phá giá ở nhiều nước trên thế giới khiến triển vọng ngành tôn mạ kém khả quan. Ngoài ra, tăng trưởng ống thép có dấu hiệu chậm lại và có thể đi vào trạng thái ổn định thay vì tăng trưởng nóng như 5 năm về trước. Trước triển vọng của mảng tôn mạ và ống thép, chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo lợi nhuận của HPG xuống 11.701 tỷ VNĐ trong năm 2019. Tuy nhiên, HPG vẫn có thể đạt mức tăng trưởng 28% về lợi nhuận trong năm 2019.

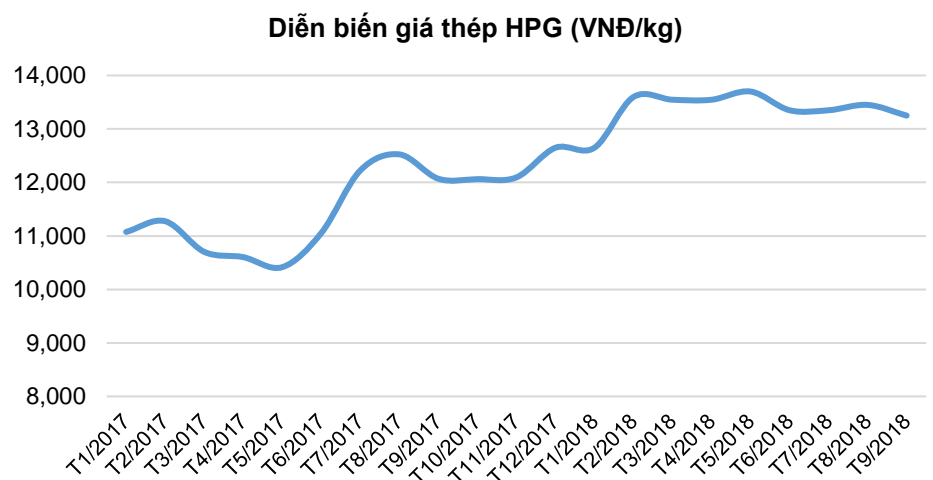
Về dài hạn, chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng lợi nhuận lạc quan của HPG. Nếu hoạt động hết công suất, KLH Dung Quất có thể sẽ hiệu quả hơn cả KLH Hải Dương hiện nay. Giá thành sản xuất của HPG đang thấp hơn khoảng 10% so với trung bình của ngành thép Trung Quốc và 17% so với trung bình ngành thép Việt Nam, sẽ giúp HPG đảm bảo được mức biên lợi nhuận gộp tối thiểu ở mức 15%-17%. Trong kịch bản tiêu cực nhất, HPG vẫn có thể đạt tăng trưởng kép về lợi nhuận 17%/năm trong giai đoạn 2019-2020.

Rủi ro. Nếu các chính sách cải cách ngành thép của Trung Quốc trong thời gian tới không được thực thi một cách quyết liệt như giai đoạn trước, hoặc nhu cầu tiêu thụ nội địa Trung Quốc chậm lại do tác động của chiến tranh thương mại... có thể sẽ khiến ngành thép Trung Quốc suy yếu và ảnh hưởng dây chuyền sang Việt Nam. Đây sẽ là rủi ro chúng tôi theo dõi chặt và cập nhật đến nhà đầu tư nếu có diễn biến tiêu cực. Tuy nhiên, cũng cần nhắc lại trong những năm khó khăn nhất của ngành thép toàn cầu khi thép Trung Quốc phá giá mạnh (2014-2015), HPG vẫn đạt được mức tăng trưởng và lợi nhuận tốt nhờ lợi thế khác biệt về công nghệ và khả năng quản trị của ban lãnh đạo.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi sử dụng mức P/E và EV/EBITDA bình quân tương ứng 13 lần và 7,4 lần của nhóm các doanh nghiệp thép lớn nhất trên thế giới với quy mô vốn hóa trên 3 tỷ USD để ước tính giá trị hợp lý của HPG. Theo đó, giá mục tiêu của HPG là 53.677 VNĐ/cổ phần, cao hơn khoảng 30% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HPG.

Dự báo lợi nhuận 2018

Giá bán thép Q3/2018 giảm nhẹ. Giá phế liệu trong Q3/2018 có xu hướng giảm nhẹ do lo ngại về sản lượng thép của Thổ Nhĩ Kỳ sụt giảm nếu Mỹ tăng thuế nhập khẩu thép từ Thổ Nhĩ Kỳ lên 50% như tuyên bố của tổng thống Donald Trump (Thổ Nhĩ Kỳ là quốc gia nhập khẩu thép phế nhiều nhất thế giới). Do phần lớn sản lượng thép nội địa Việt Nam hiện tại được sản xuất từ thép phế, giá thép trong nước trong Q3/2018 có xu hướng giảm nhẹ theo giá thép phế. BVSC ước tính bình quân giá thép của HPG ở mức 13,3 triệu VNĐ/tấn trong Q3/2018, giảm khoảng 200.000 VNĐ/tấn so với Q2/2018.



Nguồn: BVSC research

Sản lượng tiêu thụ trong Q3/2018 của HPG đạt gần 600.000 tấn, tăng khoảng 8% so với Q2/2018. Trong cả năm 2018, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của HPG sẽ đạt 2,3 triệu tấn, tăng 5% so với 2017.

Biên lợi nhuận thép xây dựng có thể tăng nhẹ Q3/2018 do lò cao 2 được huy động tối đa công suất. Giá than luyện coke và giá quặng sắt thế giới bình quân trong Q3/2018 tương đương với Q2/2018, tuy nhiên với việc lò cao số 2 được huy động đủ 3 tháng và công suất tăng lên 20% sau khi bảo dưỡng lò thay vì chỉ hoạt động 2 tháng trong Q2/2018 có thể giúp chi phí cố định trên 1 tấn sản phẩm giảm và biên lợi nhuận tăng nhẹ trong Q3/2018. Chúng tôi ước tính lợi nhuận Q3/2018 của HPG có thể đạt 2.250 tỷ VNĐ, tăng 5% so với cùng kỳ 2017.

Dây chuyền cán 1 tại Dung Quất đã được đưa vào hoạt động từ giữa tháng 8/2018 nhưng sẽ không hạch toán vào kết quả kinh doanh năm 2018. Dây chuyền cán 600.000 tấn tại Dung Quất đã chạy thử từ giữa tháng 8/2018 và sản lượng mới chỉ khoảng 3.000 tấn trong tháng 8. HPG cho biết doanh thu từ dây chuyền này sẽ được vốn hóa vào chi phí đầu tư mà không hạch toán doanh thu và lợi nhuận trong kỳ. Mục đích đưa dây chuyền cán này vào trước chủ yếu để tăng thị phần tại miền Trung và miền Nam, trong khi lợi nhuận sẽ không đáng kể

trong giai đoạn đầu vận hành khi chưa chủ động được nguồn phôi từ nội bộ và hiệu suất sử dụng vẫn ở mức thấp.

Lợi nhuận từ Mandarin Garden 2 hạch toán trong nửa cuối năm 2018 sẽ giảm so với nửa đầu năm. Tiến độ bán hàng của Mandarin Garden 2 hiện tại đạt khoảng 80%, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi trong Q2/2018 (100%). Theo đó, lợi nhuận hạch toán từ Mandarin Garden 2 trong nửa cuối năm 2018 sẽ còn khoảng 75 tỷ VNĐ, giảm khoảng 285 tỷ VNĐ so với nửa đầu năm.

Lợi nhuận năm 2018 của HPG dự báo đạt 9.113 tỷ VNĐ, tăng 14% so với 2017. Chúng tôi hạ 4% dự báo lợi nhuận năm 2018 của HPG, từ mức 9.490 tỷ VNĐ trong báo cáo cập nhật Q2/2018 xuống 9.113 tỷ VNĐ, chủ yếu do tiến độ bán hàng của Mandarin Garden 2 chậm hơn dự kiến và việc lùi hoạt động dây chuyền tôn mạ so với kế hoạch ban đầu.

Triển vọng 2019

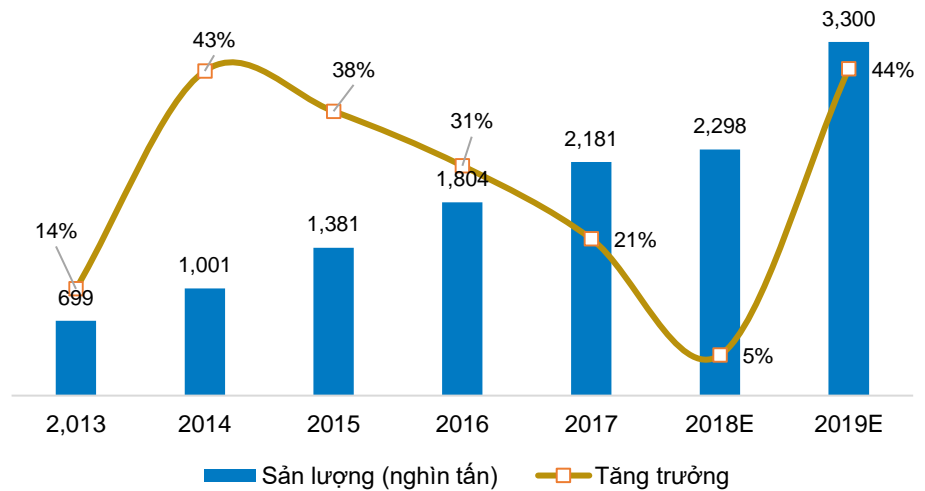
Dự án Dung Quất vẫn đang được đầu tư theo đúng tiến độ. Về việc xử lý khối lượng cát nạo vét trong quá trình xây dựng cảng, HPG đã thực hiện báo cáo đánh giá tác động môi trường của dự án Dung Quất bao gồm nội dung nhấn chìm chất nạo vét và đã được Hội đồng thẩm định của Bộ Tài Nguyên và môi trường thông qua, hiện trong quá trình chờ phê duyệt của Thủ tướng Chính phủ để có thể thực thi. HPG cho biết dự án vẫn đang theo đúng tiến độ và tổng vốn đầu tư vẫn theo kế hoạch đề ra.

Tiến độ dự án Dung Quất Hòa Phát			
Dây chuyền		Công suất	Thời gian hoạt động
I Giai đoạn I			
I.1	- Cán 1	600.000 tấn/năm	T8/2018
I.2	- Cán 2	1,4 triệu tấn/năm	T2/2019
I.3	- Lò cao 1	1 triệu tấn/năm	T2/2019
I.4	- Lò cao 2	1 triệu tấn/năm	T5/2019
II Giai đoạn II		2 triệu tấn/năm	T10/2019

Nguồn: HPG, BVSC research

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2019 có thể tăng trưởng 43% so với 2018. Năm 2018 là năm tăng trưởng thấp nhất về sản lượng của HPG trong vòng 5 năm trở lại đây, khi dự án gói đầu chưa đi vào hoạt động trong khi các nhà máy hiện tại đã đạt tối đa công suất và thậm chí phải dừng lò cao 2 để tiến hành bảo dưỡng trong 2 tháng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ 2019 sẽ quay lại đà tăng trưởng khi Dung Quất bắt đầu được đưa vào hoạt động. Với tiến độ vận hành của từng lò như kế hoạch, và hiệu suất ước tính ở mức 70% trong năm đầu hoạt động, sản lượng đóng góp từ Dung Quất có thể đạt 1 triệu tấn năm 2019 thép xây dựng và 400.000 tấn thép HRC. Tổng sản lượng thép xây dựng có thể đạt 3,3 triệu tấn, tăng 43% so với 2018.

Ước tính sản lượng tiêu thụ của HPG 2019



Nguồn: HPG, BVSC research

Biên lợi nhuận có thể giảm nhẹ để đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi khá tự tin vào khả năng tiêu thụ của HPG, khi quá khứ các lò cao 1, 2, 3 đi vào vận hành đều nhanh chóng đạt tối đa công suất. Yếu tố chính khiến HPG có thể đẩy mạnh được sản lượng là nhờ giá thành sản xuất rất thấp so với bình quân ngành nhờ ưu thế về công nghệ khác biệt và quản trị giá thành tốt, khiến biên lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp thép khác trong ngành. Do đó, khi Dung Quất đi vào hoạt động, chúng tôi cho rằng HPG có thể tiêu thụ được hết lượng thép sản xuất ra bằng cách giảm giá bán để cạnh tranh, chấp nhận mức biên lợi nhuận thấp hơn nhưng tối ưu được sản lượng. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận của thép xây dựng có thể đạt 23,5% trong năm 2018 và giảm xuống 20,5% năm 2019 nhưng có thể được bù lại bằng việc sản lượng tiêu thụ tăng, do đó lợi nhuận gộp từ thép xây dựng năm 2019 vẫn có thể tăng trưởng 31% so với 2018.

Dự án 70 Nguyễn Đức Cảnh sẽ gởi đầu cho Mandarin Garden 2. Mandarin Garden 2 có thể sẽ bán được 20% còn lại trong năm 2019. HPG sẽ có dự án bất động sản gởi đầu là 70 Nguyễn Đức Cảnh có thể được hạch toán một phần trong năm 2019. Dự án có 228 căn, với giá bán 2-3 tỷ VNĐ/căn và tổng doanh thu, lợi nhuận có thể đạt 570 tỷ VNĐ và 228 tỷ VNĐ, khá nhỏ so với Mandarin Garden 2 (khoảng 1.500 tỷ VNĐ doanh thì và 650 tỷ VNĐ lợi nhuận) tuy nhiên cũng giúp lợi nhuận từ bất động sản không bị sụt giảm mạnh trong năm 2019. Chúng tôi giả định 50% dự án 70 Nguyễn Đức Cảnh được hạch toán trong năm 2019, cùng với 20% còn lại từ Mandarin Garden 2, tổng lợi nhuận từ bán bất động sản 2019 có thể đạt 236 tỷ VNĐ, giảm so với mức 435 tỷ VNĐ có thể sẽ được hạch toán trong năm 2018.

Điều chúng tôi lo ngại là triển vọng mảng tôn mạ và ống thép hiện tại không khả quan như dự kiến. Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp tôn mạ và ống thép khó khăn hơn trong năm 2018:

- Về nguồn cung: việc hàng loạt các dự án tôn mạ mới hoàn thành trong giai đoạn 2017-2018 khiến nguồn cung tôn mạ trong nước tăng mạnh. Tổng công suất tôn năm 2018 đạt 8 triệu tấn, trong khi tiêu thụ của các doanh nghiệp tôn (bao gồm cả xuất khẩu và nội địa) chỉ đạt khoảng 4-5 triệu tấn. Đồng thời đáng chú ý là việc gia tăng công suất trong năm 2017-2018 chủ yếu đến từ các doanh nghiệp có thị phần lớn (Hoa Sen Group, Nam Kim, Tôn Đông Á) do đó cạnh tranh khá khốc liệt để giành được thị phần và đẩy mạnh tiêu thụ.

Công suất tăng thêm của top 3 doanh nghiệp tôn mạ giai đoạn 2017-2018		
	Cán nguội (tấn)	Tôn mạ (tấn)
Hoa Sen	700.000	660.000
Nam Kim	200.000	270.000
Đông Á	400.000	580.000
Tổng	1.300.000	1.510.000

Nguồn: BVSC research

- Về nhu cầu: thị trường xuất khẩu liên tục bị kiện chống bán phá giá trong khi thị trường trong nước vẫn bị đe dọa bởi tôn mạ nhập khẩu mặc dù đã áp thuế chống bán phá giá. Đây là điều chúng tôi khá ngạc nhiên, khi thống kê mới nhất của Hiệp hội thép về sản lượng nhập khẩu tôn mạ trong vòng 1 năm từ khi Việt Nam áp thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm tôn nhập khẩu thì lượng nhập vào Việt Nam vẫn đạt gần 1,7 triệu tấn, trong khi chúng ta vẫn đang dư thừa 50% công suất tôn và các doanh nghiệp vẫn đang phải xuất khẩu. Một điều đáng chú ý là giá tôn mạ Trung Quốc bán tại Việt Nam mặc dù đã bị áp thuế nhưng vẫn thấp hơn khoảng 7% so với giá tôn nội địa, do đó đã khiến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp tôn khá khó khăn trong năm 2018 (sản lượng tiêu thụ tăng 13%, thấp hơn mức tăng 25% yoy của cùng kỳ 2017 và biên lợi nhuận sụt giảm).

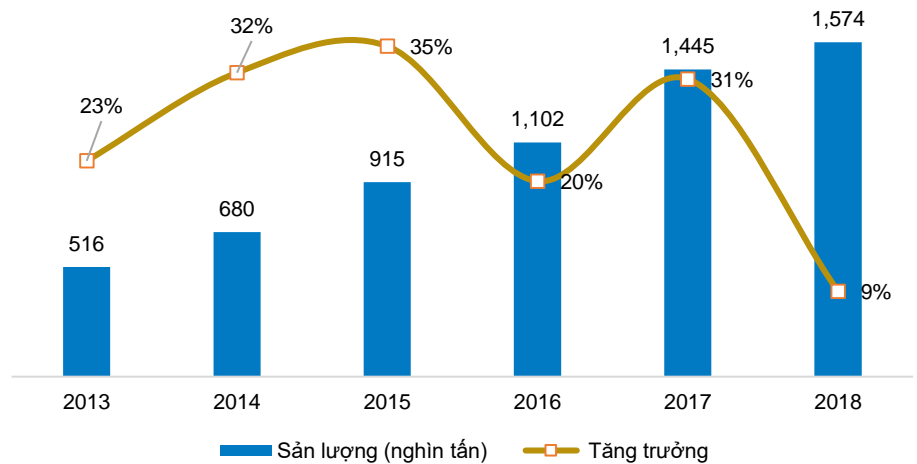
Giá bán tôn của các doanh nghiệp nội địa và của Trung Quốc tại Việt Nam (VNĐ/kg)		
Sản phẩm	Giá tôn nội địa	Giá tôn Trung Quốc
Tôn mạ kẽm, mạ lạnh	18.500-19.800	17.200-17.500
Tôn mạ màu	24.800-25.200	21.000-21.200

Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, BVSC research

- Tăng trưởng tiêu thụ ống thép cũng chậm lại trong năm 2018. Tổng sản lượng tiêu thụ cả ngành trong 8 tháng đầu năm 2018 tăng trưởng 9%, thấp hơn mức bình quân 30%/năm trong 4 năm gần nhất. Chúng tôi cho rằng ngành ống thép có thể đã qua giai đoạn tăng trưởng nóng và đang đi vào giai đoạn tăng trưởng ổn định, tương tự như ngành thép xây dựng với mức tăng trưởng bình quân sẽ vào khoảng 10%/năm. Tăng trưởng tiêu thụ chậm lại trong khi các doanh nghiệp vẫn liên tục tăng công suất

đã khiến biên lợi nhuận của ngành ống thép trong năm 2018 bị sụt giảm so với 2017. Một điểm tích cực chúng tôi nhận thấy là việc thị phần của HPG tiếp tục gia tăng, từ mức 26,42% cùng kỳ lên 27,06% trong 8 tháng 2018.

Tăng trưởng sản lượng ống thép lũy kế 8 tháng đầu năm



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, BVSC research

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo lợi nhuận 2019 của HPG dựa trên ước tính thấp hơn về tăng trưởng của mảng tôn mạ và ống thép. Việc giá tôn Trung Quốc hiện nay mặc dù đã bị áp thuế vẫn thấp hơn đáng kể so với giá tôn nội địa là một điều bất hợp lý. Trong tháng 8/2018, Hiệp hội thép Việt Nam cũng đã có kiến nghị với Bộ công thương về việc kiểm tra hoạt động nhập khẩu các sản phẩm tôn vào Việt Nam, đồng thời ngày 27/8 Cục Phòng vệ thương mại cũng đã nhận được hồ sơ yêu cầu áp dụng biện pháp CBPG đối với sản phẩm tôn mạ màu nhập khẩu vào Việt Nam. Chúng tôi hy vọng rằng việc siết chặt hơn nữa việc nhập khẩu các sản phẩm tôn vào Việt Nam có thể giúp các doanh nghiệp tôn mạ bớt được áp lực cạnh tranh với hàng nhập khẩu trong thời gian tới. Tuy nhiên, trong ngắn hạn khi chưa nhìn thấy các biện pháp chính thức được thực thi, chúng tôi tạm thời giảm dự báo sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận của mảng tôn mạ và ống thép của HPG trong năm 2019. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo lợi nhuận của HPG xuống 11.701 tỷ VNĐ trong năm 2019. Theo đó, HPG vẫn có thể đạt mức tăng trưởng 28% về lợi nhuận trong năm 2019.

Triển vọng lợi nhuận dài hạn tiếp tục tích cực

Mặc dù giảm dự báo lợi nhuận 2019 tuy nhiên chúng tôi vẫn rất lạc quan về triển vọng lợi nhuận dài hạn của HPG:

Nếu hoạt động hết công suất, KLH Dung Quất có thể sẽ hiệu quả hơn cả KLH Hải Dương hiện nay. Với các thông tin HPG công bố tương đối hạn hẹp về giá thành của Dung Quất hiện nay, chúng tôi tạm thời ước tính chi phí khấu hao và lãi vay của Dung Quất cao hơn so với Hải Dương, tuy nhiên chi phí điện và chi

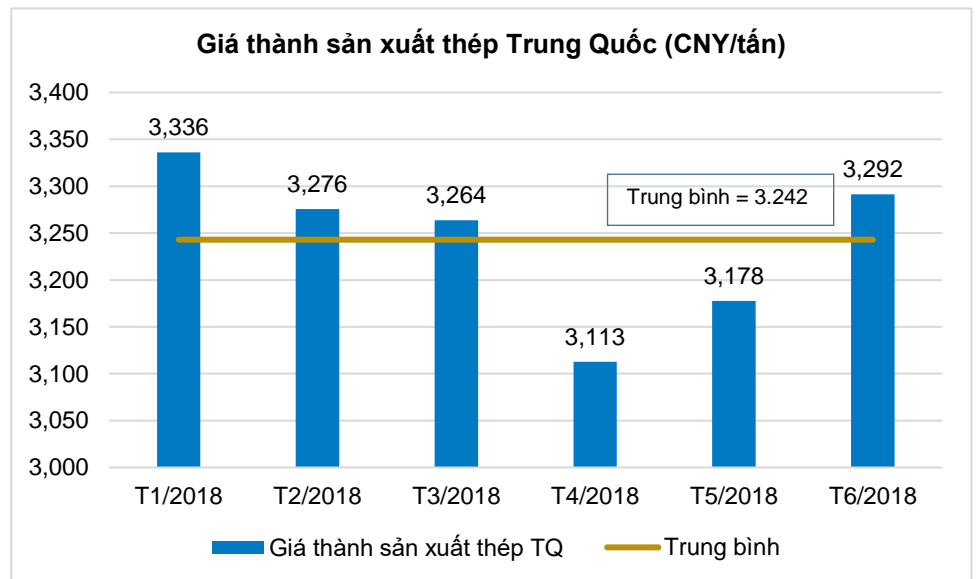
phí vận chuyển sẽ thấp hơn. Giá thành của Dung Quất khi chưa tính tới yếu tố lợi thế về vận chuyển cao hơn khoảng 381.496 VND/tấn, tương đương 3,7% so với Hải Dương hiện nay (chúng tôi ước tính lại nhu cầu vay nợ dài hạn của Dung Quất sẽ chỉ vào khoảng 13.000 tỷ VNĐ, thấp hơn so với dự kiến ban đầu của HPG là 20.000 tỷ VNĐ):

So sánh giá thành KLH Dung Quất so với Hải Dương			
	Hải Dương	Dung Quất	Chênh lệch
Khấu hao tăng thêm			
Tổng vốn đầu (tỷ VNĐ)	12.700	40.000	
Công suất (triệu tấn)	1,8	4	
Suất đầu tư (VNĐ/tấn)	7.055.556	10.000.000	
Chi phí cố định/tấn/năm (VNĐ/tấn/năm)	587.963	833.333	245.370
Tiêu hao điện giảm			
Điện mua ngoài (kwh/tấn thép)	378	252	
Giá điện bình quân (VNĐ/kwh)	1.499	1.499	
Tiêu hao điện (VNĐ/tấn thép)	566.622	377.748	-188.874
Chi phí lãi vay tăng			
Vốn vay dài hạn (nghìn tỷ VNĐ)	0	13.000	13.000
Chi phí lãi vay cố định (tỷ VNĐ/năm)	0	1.300	1.300
Chi phí lãi vay cố định/tấn thép (VNĐ/năm/tấn)			325.000
Chênh lệch (chưa tính phần chi phí vận chuyển giảm) (VNĐ/tấn)			381.496

Nguồn: BVSC ước tính

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, phần giảm về chi phí vận chuyển có thể bù đắp được mức chênh lệch về giá thành kể trên, khi chi phí vận chuyển tại KLH Hải Dương Hải Phòng hiện tại cũng khá lớn, khoảng 600.000 VNĐ/tấn nguyên liệu cho 1 tấn thép thành phẩm, tương ứng 6% giá thành của HPG. Trong khi cảng của Dung Quất là cảng nước sâu, có thể tiếp nhận được tàu có trọng tải lên đến 150.000 tấn, trong khi cảng Hải Phòng chỉ tiếp nhận được tàu trọng tải tối đa khoảng 50.000 tấn và hàng về cảng Hải Phòng sẽ phải xếp dỡ sang sà lan để chuyển về KLH Hải Dương, trong khi hàng về cảng tại Dung Quất sẽ được chuyển thẳng trực tiếp vào nhà máy nên chi phí vận chuyển sẽ giảm đi rất nhiều. Ngoài ra, Dung Quất còn được hưởng rất nhiều ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp, cũng như việc nhập lượng nguyên vật liệu lớn hơn có thể giúp HPG đàm phán tốt hơn về giá... Do đó, khi đạt được tối đa công suất, giá thành của Dung Quất có thể sẽ tốt hơn cả Hải Dương hiện nay.

Giá thành sản xuất của HPG đang thấp hơn khoảng 10% so với trung bình của ngành thép Trung Quốc và 17% so với trung bình ngành thép Việt Nam. Theo ước tính của Bloomberg, chi phí sản xuất thép lò cao của Trung Quốc bình quân trong 6 tháng đầu năm 2018 khoảng 3.242 CNY/tấn, tương đương 11,2 triệu VNĐ/tấn.



Nguồn: Bloomberg Intelligent, BVSC research

Chúng tôi ước tính giá thành thép xây dựng luyện từ thép phế của Việt Nam trong nửa đầu năm 2018 ở mức 12,3 triệu VNĐ/tấn và thép của HPG ở mức 10,2 triệu VNĐ/tấn. Như vậy, giá thành thép của HPG hiện đang thấp hơn khoảng 10% so với trung bình ngành thép Trung Quốc và 17% so với bình quân của ngành thép Việt Nam.

So sánh giá thành thép HPG với bình quân thép Trung Quốc và Việt Nam		
	Đơn vị	Giá/tiêu hao
Giá thành thép Trung Quốc	VNĐ/tấn	11.233.530
Giá thành thép luyện từ phế của Việt Nam		
Giá phế bình quân H1/2018 CFR VN	USD/tấn	350
Tiêu hao	tấn/tấn thép	1,1
Chi phí luyện	VNĐ/tấn	2.620.000
Chi phí cán	VNĐ/tấn	1.000.000
Giá thành thép luyện từ thép phế của VN	VNĐ/tấn	12.282.500
Giá thành thép xây dựng của HPG		
Giá bán bình quân HPG	VNĐ/tấn	13.200.000
Biên gộp thép xây dựng H1/2018		23%
Giá thành thép HPG	VNĐ/tấn	10.164.000
Giá thành HPG/bình quân thép Việt Nam		- 17%
Giá thành HPG/bình quân thép Trung Quốc		- 10%

Nguồn: Bloomberg, Hiệp hội thép Việt Nam, BVSC research

Yếu tố khiến giá thành của HPG hiện có thể thấp hơn bình quân của ngành thép Trung Quốc là hiệu suất sử dụng và tỷ lệ nợ vay thấp:

- HPG đang huy động với hiệu suất 100%, trong khi bình quân của ngành thép Trung Quốc chỉ ở mức 71%. Điều này đạt được nhờ sự khác biệt về công nghệ lò cao HPG sử dụng so với phần lớn các doanh nghiệp thép tại Việt Nam hiện nay cũng như khả năng quản trị sản xuất của ban lãnh đạo.

- Tỷ lệ nợ vay thấp. Chúng tôi không có dữ liệu cập nhật về tỷ lệ nợ của ngành thép Trung Quốc trong H1/2018 tuy nhiên có thể đối chiếu với dữ liệu cuối năm 2016 để so sánh: tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của HPG là 32.5% trong khi của các doanh nghiệp thép quy mô trung bình và lớn của Trung Quốc là 229%. Lãi vay của HPG cũng rất thấp, với lãi suất vay ngắn hạn 4%-5%, tương đương với lãi suất của Trung Quốc.

Trong kịch bản tiêu cực nhất, HPG vẫn có thể đạt tăng trưởng kép về lợi nhuận 17%/năm trong giai đoạn 2019-2020. Việc giá thành thấp hơn so với bình quân ngành sẽ giúp HPG đảm bảo được mức biên lợi nhuận gộp tối thiểu ở mức 15%-17%. Chúng tôi ước tính đến 2020 HPG có thể tối đa công suất sản xuất của Dung Quất. Để ước tính mức lợi nhuận tối thiểu HPG có thể đạt được vào 2020, chúng tôi áp dụng mức biên lợi nhuận gộp 15% cho HPG (đây cũng là mức biên lợi nhuận thấp nhất của HPG trong vòng 10 năm trở lại đây). Theo đó, doanh thu và lợi nhuận của HPG có thể đạt 128.680 và 12.490 tỷ VNĐ vào 2020, vẫn có thể đạt tăng trưởng 37% so với 2018, tương đương mức tăng trưởng kép 17%/năm trong giai đoạn 2019-2020.

Rủi ro

Rủi ro lớn nhất mà chúng tôi lo ngại đối với HPG đến từ đối thủ cạnh tranh chính không chỉ của ngành thép Việt Nam mà của ngành thép toàn cầu là Trung Quốc. Việc cắt giảm công suất các doanh nghiệp thép không hiệu quả tại Trung Quốc giai đoạn 2016-2018 đã giúp vực dậy không chỉ riêng ngành thép Trung Quốc mà cả ngành thép Việt Nam và thế giới. Năm 2018, Trung Quốc sẽ hoàn thành nhiệm vụ cắt giảm công suất 150 triệu tấn thép (2 năm trước thời hạn). Các định hướng trong chính sách hiện tại vẫn theo hướng giảm công suất các ngành gây ô và tăng tính tập trung của ngành thép (10 doanh nghiệp thép lớn nhất sẽ giữ 60%-70% thị phần vào 2025 thay vì mức 37% của 2017). Tuy nhiên, trong thời gian tới nếu các chính sách không được thực thi một cách quyết liệt như giai đoạn trước, hoặc nhu cầu tiêu thụ nội địa Trung Quốc chậm lại do tác động của chiến tranh thương mại... có thể sẽ khiến ngành thép Trung Quốc suy yếu và ảnh hưởng dây chuyền sang Việt Nam. Đây sẽ là rủi ro chúng tôi theo dõi chặt và cập nhật đến nhà đầu tư nếu có diễn biến tiêu cực. Tuy nhiên, cũng cần nhắc lại rằng tại thị trường Việt Nam, HPG là doanh nghiệp có giá thành cạnh tranh nhất và khác biệt về công nghệ lẫn khả năng quản trị, và trong những năm khó khăn nhất của ngành thép toàn cầu khi thép Trung Quốc phá giá mạnh (2014-2015), HPG vẫn đạt được mức tăng trưởng và lợi nhuận rất tốt.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi sử dụng mức P/E và EV/EBITDA bình quân tương ứng 13 lần và 7,4 lần của nhóm các doanh nghiệp thép lớn nhất trên thế giới với quy mô vốn hóa trên 3 tỷ USD để ước tính giá trị hợp lý của HPG. Theo đó, giá mục tiêu của HPG theo mô hình của chúng tôi là 53.677 VNĐ/cổ phần, cao hơn khoảng 30% so với giá hiện tại. Giá thành của HPG hiện đang thấp hơn khoảng 10% so với trung bình của thép Trung Quốc và 17% so với trung bình của ngành thép Việt Nam, sẽ là yếu tố quan trọng nhất giúp HPG có thể nhanh chóng chiếm lĩnh được thị phần miền Nam và miền Trung, tối đa hóa công suất của Dung Quất và đạt tăng trưởng lợi nhuận tốt trong vòng 2 năm tới. Trong kịch bản tiêu cực nhất về lợi nhuận của chúng tôi, HPG vẫn có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận kép 17%/năm trong vòng 2 năm tới. Do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HPG.

Giá trị hợp lý của HPG theo phương pháp so sánh ngang	
Phương pháp	Giá hợp lý (VNĐ/cổ phần)
EV/EBITDA	51.406
P/E	55.948
Bình quân	53.677

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu	27.453	33.283	46.162	60.022	93.686
Giá vốn	21.872	24.533	35.487	47.512	76.855
Lợi nhuận gộp	5.581	8.751	10.674	12.510	16.831
Doanh thu tài chính	254	191	186	201	291
Chi phí tài chính	251	280	480	660	1.252
Lợi nhuận sau thuế	3.504	6.077	8.015	9.113	11.702

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Tiền & khoản tương đương tiền	2.375	4.559	4.265	5.315	8.228
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.608	2.387	6.555	3.740	5.837
Hàng tồn kho	6.938	10.247	11.769	15.490	24.178
Tài sản cố định hữu hình	8.047	12.487	12.987	13.137	9.174
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	103	79	17	17	17
Tổng tài sản	25.509	33.227	53.022	71.816	95.107
Nợ ngắn hạn	9.995	12.431	18.521	20.509	32.012
Nợ dài hạn	1.047	941	2.104	9.387	13.242
Vốn chủ sở hữu	14.467	19.748	32.287	41.794	49.692
Tổng nguồn vốn	25.509	33.227	53.022	71.816	95.107

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018E	2019E
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	8%	21%	39%	30%	56%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8%	89%	21%	14%	28%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	20%	26%	23%	21%	18%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13%	20%	17%	15%	12%
ROA (%)	15%	22%	16%	16%	16%
ROE (%)	27%	39%	27%	27%	27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	43%	40%	39%	42%	48%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	76%	68%	64%	72%	91%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.755	7.832	5.278	4.287	5.504
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	19.514	23.338	21.233	19.653	23.391

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Chế Thị Mai Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Hàng không

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentindungbvs@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888